

经营分部信息披露对权益资本成本的影响

——基于分析师关注视角

杜亚飞¹, 杨广青^{2,3}, 陈书涵³

(1. 福建江夏学院 会计学院, 福建 福州 350108; 2. 闽江学院 经济与管理学院, 福建 福州 350108;

3. 福州大学 经济与管理学院, 福建 福州 350108)

[摘要]以制造业上市公司 2014—2019 年数据为样本, 首先从分部划分确定性、会计信息完整性和经济特征差异性三个维度逐层深入检验经营分部信息披露对企业权益资本成本的影响, 然后探究分析师关注的调节作用, 最后以是否产能过剩为标准分组进行异质性检验。研究发现: (1) 经营分部信息披露的三个维度均无法直接影响权益资本成本, 但在分析师关注下, 分部划分确定性、会计信息完整性可以降低企业权益资本成本, 经济特征差异性则会提高权益资本成本, 说明目前我国投资者对经营分部信息处理成本较高, 分析师关注是该信息能够发挥效能的必要条件。 (2) 异质性检验结果显示, 产能过剩企业提升分部划分确定性、会计信息完整性可以有效降低权益资本成本, 而非产能过剩企业采取该措施会产生相反结果; 尽管分析师关注可在一定程度上抑制非产能过剩企业提升分部划分确定性、会计信息完整性对权益资本成本的正向影响, 但同时也会加剧产能过剩企业突出经济特征差异性带来的专有成本。

[关键词]经营分部信息; 分析师关注; 权益资本成本; 分部划分确定性; 会计信息完整性; 经济特征差异性; 产能过剩

[中图分类号]F230 **[文献标志码]**A **[文章编号]**1004-4833(2023)01-0061-14

一、引言

党的二十大报告指出, “高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”, “必须完整、准确、全面贯彻新发展理念, 坚持社会主义市场经济改革方向”。对此, 我国需充分发挥市场在资源配置中的决定性作用, 进一步健全资本市场功能, 提高直接融资比重。资本市场是直接融资的“主战场”, 信息披露既是关系到资本市场有效性的制度安排, 也是影响资本市场稳定性的重要因素^[1], 更是决定投资者行为、引导资源配置的“信号灯”。2020 年 3 月起实施的新《中华人民共和国证券法》也着重强调了上市公司“应当充分披露投资者做出价值判断和投资决策所必需的信息”。

随着互联网信息技术与传统产业的不断融合, 上市公司正以优化生产要素、更新业务体系、重塑商业模式等途径寻求新利润增长点, 跨界经营的现象愈发凸显, 如小米集团正筹备加入造车大军, 京东集团也在积极布局游戏产业等。在此情况下, 上市公司的业务通常横跨数个性质、风险、盈利能力迥异的行业和地区, 投资者对上市公司的价值判断更加依赖其在分部报告中对各类业务信息的逐项披露^[2]。我国财政部于 2009 年发布的《企业会计准则解释第 3 号》要求上市公司以内部组织结构、管理要求、内部报告制度为依据确定经营分部^①并报告分部信息, 具体要求可概括为三个递进维度的重要内容: 分部划分确定性、会计信息完整性和经济特征差异性^②。分部划分确定性指企业需说明经营分部的划分情况及依据, 该维度体现了多元化经营的上市公司内部对不同业务的具体划分, 报告使用者可据此获知企业多元化发展的思路及战略布局; 会计信息完整性要求企业基于明确的分部划分, 全面披露

[收稿日期]2022-07-12

[基金项目]国家自然科学基金项目(71673048; 72074104)

[作者简介]杜亚飞(1990—), 男, 湖北十堰人, 福建江夏学院讲师, 博士, 从事公司金融研究, E-mail: 371532281@qq.com; 杨广青(1975—), 男, 广东梅州人, 闽江学院经济与管理学院教授, 福州大学经济与管理学院博士生导师, 从事公司金融研究; 陈书涵(1993—), 女, 福建福清人, 福州大学经济与管理学院博士研究生, 从事公司金融研究。

①经营分部是指企业内同时满足下列条件的组成部分: (1) 该组成部分能够在日常活动中产生收入、发生费用; (2) 企业管理层能够定期评价该组成部分的经营成果, 以决定向其配置资源和评价其业绩; (3) 企业能够获得该组成部分的财务状况、经营成果和现金流量等有关会计信息。

②分部划分确定性、会计信息完整性、经济特征差异性三个维度为递进关系, 上市公司披露的信息只有满足当前维度要求, 才可在下一维度中获得质量评价(如未确定经营分部划分的上市公司, 不可能披露分部会计信息; 分部会计信息不完整的上市公司, 无法衡量其分部经济特征)。接着, 在特定维度内, 分部划分明确、会计信息越完整、经济特征差异越大, 代表披露水平越高。

各经营分部的利润、资产、负债、收入、成本等会计信息,该维度说明了企业各类业务的资本投入和经营绩效,报告使用者可据此明晰企业各类业务的盈利能力、营运能力、偿债能力等重要财务指标;经济特征差异性则是在会计信息相对完整的前提下,要求企业将经济特征相似的两个或多个经营分部进行合并,确保对外披露的不同分部间经济特征存在差异,该维度体现出多元化上市公司不同业务间经营情况的异同,报告使用者可据此分辨企业合并报表总体财务数据背后各类业务的贡献值,并进一步对不同业务展开对比分析,挖掘出企业多元化经营过程中形成的独具竞争优势的业务,识别其增长的“新动能”^[2-3]。然而,从实际情况来看,我国上市公司在分部信息披露过程中存在“犹抱琵琶半遮面”问题。据笔者统计,仅约46%的企业说明了经营分部的划分情况及依据,其中约78%的上市公司披露的经营分部会计信息完整性与制度要求相去甚远(如部分资产、利润等信息缺失),其余会计信息相对完整的企业也大多存在不同分部经济特征雷同的问题。显然,我国上市公司经营分部信息披露水平无法使投资者全面了解其多元化发展现状及亮点,他们似乎也没有意愿向投资者和盘托出,原因何在?

《企业会计准则解释第3号》未统一经营分部信息披露格式,这给予了管理层较大的自由裁量权^[4],此时上市公司多以降低权益资本成本为目标制定信息披露策略^[5],经营分部信息披露的不完善极有可能源于披露经济后果的不确定。尽管国外学者 Blanco 等的研究结果表明,提高经营分部信息披露质量可通过改善估值效率、缓解代理冲突来降低权益资本成本^[6],但我国学者尚未就此展开分析,基于发达资本市场的研究结论是否同样适用于中国情境尚且存疑:一是制度施行期方面,《美国财务会计准则第131号——企业分部和相关信息的披露》(以下简称 SFAS NO. 131)发布于1997年,而我国《企业会计准则解释第3号》直至2009年才正式落地,两地投资者对相关信息的熟悉程度差距较大;二是市场参与者理性程度方面,西方资本市场投资者以机构投资者为主,我国投资者则以中小散户居多,对年报信息的内容挖掘及市场监管能力较弱^[7],故西方国家的研究结论无法直接应用于我国。此外,国外有研究还发现,对外发布高质量的经营分部信息有可能带来专有成本,影响企业市场竞争地位^[8]。综上,在经营分部信息披露实践中,纵使我国企业不会对财政部提出的披露要求置之不理,但也难免瞻前顾后,形成了“犹抱琵琶半遮面”的现状。因此,我国上市公司经营分部信息披露质量对权益资本成本的影响亟须实证经验支撑。

分析师作为资本市场上重要的信息分析与加工主体^[9-10],不仅能利用其专业知识解读企业已经披露的公开信息^[11],还能发布研报向投资者传递观点^[12],强化信息披露的市场反应。若分析师关注可改善上市公司经营分部信息披露对权益资本成本的影响,则可进一步激发其信息披露的积极性,提升资本市场活跃度。

综上,本文依据《企业会计准则解释第3号》要求,从分部划分确定性、会计信息完整性和经济特征差异性三个维度逐层深入,探究经营分部信息披露对权益资本成本的影响,同时检验分析师关注的调节作用,以期得到优化市场资源配置功能的启示。本文的边际贡献主要体现在四个方面:(1)首次建立了由分部划分确定性、会计信息完整性和经济特征差异性逐层递进的经营分部信息披露质量评价体系,使评价结果能更好地反映相关制度的设计初衷,为后续研究提供了全面、深入、科学的经营分部信息质量评估基础。其中,国外现成的会计信息完整性评分指标无法匹配我国制度,本文基于国内政策重新构建了会计信息完整性评分指标,可直接适用于我国上市公司。(2)深化了经营分部信息披露对权益资本成本影响的研究。Blanco 等人仅利用会计信息完整程度刻画经营分部信息质量,对经营分部信息的价值认知局限于以财务数据提升估值及监督效率^[6],并未进一步探索企业多元化经营产生的“新利润增长点”信息可能带来的资本成本效应。本文首次将研究深入至经济特征差异性维度,通过对比分析不同经营分部间经济特征差异,挖掘出经营分部信息的内涵价值,揭示出经营分部信息披露对权益资本成本更深层次的影响。(3)在经营分部信息披露、分析师关注与权益资本成本的主题下,本文切入角度具备创新性。国外研究仅从经营分部信息披露对分析师盈余预测准确性的影响方面展开了分析^[2,13],本文则论证了分析师关注在经营分部信息作用于权益资本成本过程中的必要性,该结论有助于资本市场信息中介过程的进一步完善,使资本市场更加规范、透明、有活力。(4)首次提供了经营分部信息披露与权益资本成本关系在我国资本市场上的经验。相较于国外标准普尔数据库中详尽的上市公司经营分部信息数据,国内包括 CSMAR、WIND 等在内的各主流数据库均未提供规范二手数据,长期以来国内对经营分部信息披露的研究难以深入多受制于此,本文在总结我国上市公司披露范式的基础上^①,利用大量前期工作成果对相关信息进

^①我国上市公司经营分部位于年报中“其他重要事项”部分,且多分为“报告分部的确定依据与会计政策”“报告分部的财务信息”“公司无报告分部的,或者不能披露各报告分部的资产总额和负债总额的应说明原因”和“其他说明”四个模块。

行了规范梳理,克服了这一问题,得到了与国外学者不同的结果,丰富了相关研究证据。

二、文献评述

(一)分部信息披露质量的衡量

恰当地衡量分部信息披露质量是开展相关研究的基础,早期研究多采用划分分部数量^[14-15]和会计信息完整程度^[16-17]作为分部信息披露质量的代理变量,认为分部数量越多,会计科目越完整,代表披露水平越高。对此,本文认为仍有两点值得改进:其一,使用分部划分数衡量分部信息披露质量的方式较为不妥。主要原因在于部分企业为在迎合制度规定的同时规避专有成本,通常将具有独特优势的分部与其他“平庸”的分部进行合并,并故意拆分出多个经济特征相似的分部进行披露,这虽然可以增加分部数量,但造成各分部经济特征“千篇一律”,使报告使用者无法识别公司不同产业及地区经营状况的差异,违背了政策设计的初衷^[3,18]。对此,《企业会计准则解释第 3 号》也明确指出,企业报告分部的数量不应超过 10 个,同时还要求上市公司应合并经济特征相似的两个或多个经营分部,这意味着我国财政部并不认可企业在经营分部划分中采取“以量取胜”的思路。其二,不同分部间的经济特征存在差异是投资者对企业各类业务展开对比分析、深化估值过程的基础,故应将不同分部间经济特征差异水平纳入质量评价体系。我国《企业会计准则解释第 3 号》明确指出,上市公司应将存在相似经济特征的两个或多个经营分部合并,而传统衡量方式显然未将这一要求纳入考量中;在国外研究中,尽管 SFAS NO. 131 早在 1997 年便提出相同要求,但也鲜有文献基于这一要求设计指标来刻画披露质量。目前,仅 Ettredge 等分析了 SFAS NO. 131 制度实施对企业不同分部间经济特征差异性的影响^[19],André 等研究了不同分部间盈利能力差异与分析师预测准确性的关系^[2]。

(二)分部信息披露的相关研究

国内对分部信息披露的研究主要集中于准则内容设计^[20]、信息质量评估^[21]和决策有用性分析^[22]三个方面。国外学者对分部信息披露进行了更为全面的研究,涉及分部信息披露的内外部影响因素^[23-24]、分部信息披露对企业竞争地位的影响^[8]、分部信息披露与分析师预测准确性等方面^[2,13]。就分部信息披露对权益资本成本的影响而言,尽管 Blanco 等人基于发达资本市场上市公司数据进行了探究,但一方面,该研究仅从会计信息完整性程度出发构建分部信息披露质量评价体系,并未深入到经济特征差异性层面,存在一定片面性;另一方面,欠发达资本市场中制度完善程度和投资者理性水平均与发达国家研究背景存在较大差距^[6],极有可能出现截然不同的结果,目前尚无相关经验证据。

(三)分析师关注的作用

分析师关注与经营信息披露的研究主要集中于信息质量对分析师盈余预测准确性的影响^[2,13,25]。在其他信息披露领域,部分学者从分析师关注对信息披露经济后果的调节效应入手进行了探讨,发现分析师跟踪缓解了证监会处罚公告与公司银行债务融资之间的负向关系^[26],分析师对年报中环境信息的解读会影响环境信息披露与股价同步性之间的关系^[27]。截至目前,尚未有学者研究分析师关注对分部信息披露经济后果的调节作用。

三、理论分析与研究假设

委托代理理论认为,企业管理层与投资者之间存在信息不对称,特别在我国上市公司普遍实施多元化经营的背景下,投资者仅仅依靠合并报表信息难以深入了解企业不同业务(地区)的财务状况、发展前景等,对企业做出的价值判断更是有失偏颇。同时,实施多元化经营的集团企业内部往往存在更为严重的寻租行为^[28],管理层可凭借信息优势通过盈余管理、过度投资等寻租手段侵占投资者权益,产生代理成本^[29-30]。

首先,若将实施多元化经营的上市公司比作是一个由各类业务组成的“黑箱”,报告使用者仅依靠合并报表财务信息只能知晓“黑箱”的表面情况,无法深入了解其内部构成,而《企业会计准则解释第 3 号》要求企业以内部组织结构、管理要求、内部报告制度为依据划分出经营分部,使投资者能“透过管理层眼睛”了解公司布局,获悉其“黑箱”的内部业务架构,明晰披露企业的业务和产品布局战略,对其未来前景形成大体判断,提高估值效率。

其次,在明晰经营分部的划分后,投资者仍需要了解各经营分部的具体财务信息才能更好地进行价值判断。因此,《企业会计准则解释第 3 号》还要求企业报告各经营分部的资产、负债、收入、成本、利润等财务信息,保证各分部会计信息完整,这既能使投资者更全面地了解公司经营情况,提高估值效率,也能强化其对管理者行为的

外部监督,缓解代理冲突,“双管齐下”降低权益融资成本。一方面,在控制其他因素的情况下,投资者所要求的股权回报率与估值预测风险水平正相关^[31]。实施多元化经营的上市公司其业绩、风险及潜在增长机会在不同业务或地区间通常存在较大差异^[6],合并报表中以企业整体为报告对象的财务信息难以帮助投资者准确识别这些差异并做出精准估值^[32],经营分部财务信息则可使投资者单独考察不同业务(地区)的现金流及风险,形成精细评估、逐一加总的细化估值方式^[33],降低估值风险补偿水平^[34]。另一方面,企业内部存在的代理问题也是抬高自身股权融资成本的重要原因^[35]。经营分部信息可使实施多元化经营上市公司的运作情况更加透明^[36],帮助投资者熟悉企业内部管理及营运状态,加大对企业的外部监督力度^[37],对管理层偷懒、寻租等侵占股东利益的行为构成威慑,降低投资者因代理成本所要求的额外补偿^[38-39],进而降低企业股权融资成本。

最后,在获取各经营分部财务信息后,投资者仍需对不同经营分部的经营情况进行对比分析,识别出企业未来发展所依赖的优势业务,细化估值过程。对此,《企业会计准则解释第3号》还要求企业将经济特征相似的分部进行合并,即确保对外披露的各分部间经济特征存在差异,这一要求可从两个维度为投资者提供增量信息。其一,由于市场规模、技术禀赋和人力成本等原因,任何上市公司不同业务(地区)的资金投入、盈利能力、投资风险等经济特征均可能存在较大差别^[33],故各经营分部间经济特征存在一定差异往往意味着管理层在分部报告中更加诚实^[19],相关信息也更符合实际情况。因此,与经济特征高度相似的信息相比,差异性经营分部信息能使投资者更真实地了解企业运营情况。其二,在披露中突出不同经营分部间经济特征差异,意味着上市公司并未过度使用“自由裁量权”隐藏自身优势业务,投资者可利用财务分析手段比较其不同业务(地区)在盈利能力、发展前景等方面存在的具体差异,深入挖掘出企业实施多元化战略形成的新利润增长点^[3,18]。若这一增长点位于“创新引领、绿色低碳、共享经济、现代供应链、人力资本服务”等国家重点支持领域,则可获得市场投资者的广泛认可^[40-41],增加该公司股票的市场需求量,提升流动性水平,帮助企业降低权益资本成本^[5]。

综上,本文提出如下假设:

H1-1:提升分部划分确定性有助于企业降低权益资本成本。

H1-2:在明确分部划分的基础上,提高各经营分部会计信息完整性有助于企业降低权益资本成本。

H1-3:在会计信息相对完整的情况下,突出不同经营分部间经济特征差异性有助于企业降低权益资本成本。

投资者难以分析和消化市场中的所有信息^[42],特别是在分部信息披露制度发展时间较短的市场中,投资者并不总能有效解读这些内容^[2]。相较于广大普通投资者,专业的证券分析师拥有更强的信息搜索和分析能力,可以借助经营分部信息更好地了解公司合并收益的全貌,提升估值准确性与监督力度^[13]。以此为基础,分析师关注可借由以下两种身份影响上市公司披露经营分部信息的经济后果。

其一,作为专业的金融市场中介,介入资本市场的信息传递及吸收环节。分析师拥有发布研究报告、推荐评级、盈余预测等丰富的信息传播渠道,在上市公司特定信息获取难度较大的情况下,投资者多倾向于依赖分析师提供的特质信息^[43],分析师通过一定渠道将专业的研究观点传递给投资者,可以帮助投资者提升价值判断能力,降低估计风险^[44]。此外,尽管投资者通常会关注上市公司年报内容,但就不同经营分部间经济特征差异性所蕴含的深层次信息而言,通常需要更专业的财务分析技巧方可透彻解读。证券分析师恰好拥有熟练的信息提炼、加工能力,能够从冗长繁杂的财务报告中凝练出关键信息^[45],并利用专业知识对信息抽丝剥茧,转换成投资者可接受的语言进行传播^[26],帮助投资者挖掘出企业增长的“新动能”,为其提供更为可靠的决策依据。

其二,作为有力的外部监督手段,介入上市公司的内部治理环节。已有文献发现,分析师关注与其他公司治理机制之间存在着相互替代的效应。杜兴强和谭雪认为,类似于审计师的外部监督,分析师关注越多的公司,外部董事聘请具有行业专长的审计师协助其监督管理层的可能性越小,即分析师关注可以起到提升企业盈余质量的效果^[46]。与合并报表财务信息类似,分部报告中同样存在盈余管理、隐瞒重要信息等问题^[47],难免对投资者的估值及监督造成不利影响。分析师关注作为重要的外部治理机制,可以审查管理层的各类寻租行为,提升财务报告质量^[48],使经营分部信息更具有使用价值,进一步缓解代理冲突。

综上,本文提出如下假设:

H2-1:分析师关注将加强分部划分确定性降低权益资本成本的效果。

H2-2:分析师关注将加强各经营分部会计信息完整性降低权益资本成本的效果。

H2-3:分析师关注将加强不同经营分部间经济特征差异性降低权益资本成本的效果。

四、研究设计

(一) 样本选择及数据来源

制造业是国民经济的支柱产业,是立国之本、兴国之器、强国之基。当前,我国制造业企业普遍实施多元化经营战略,经营分部信息是投资者判断其价值的重要依据,故本文拟以我国上证 A 股中制造业上市公司^①为研究样本。本文中的经营分部信息披露质量数据通过手工整理各上市公司年报中“其他重要事项——分部报告”的内容获得,其他指标数据均来源于 CSMAR 数据库。

证监会于 2014 年修订的《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》在《企业会计准则解释第 3 号》基础上对上市公司经营分部信息披露规范做出了补充要求^②,为本文质量评价体系构建提供了依据,故本文选择 2014—2019 年作为研究的时间区间。此外,尽管该规则为企业经营分部信息披露提供了一定指引,但并未限定具体的披露范式,故 2014 年之后不同上市公司经营分部信息披露水平仍参差不齐,自愿性特征明显,在本文主题下具备研究可行性。

(二) 变量说明

1. 被解释变量:权益资本成本(COE)。现有研究多认为 PEG 模型与我国实际情况切合度较高^[7],故本文依据 PEG 模型计算权益资本成本 COE,具体如式(1)所示:

$$P_t = (FEPS_{t+2} - FEPS_{t+1} + COE \times FEPS_{t+1} \times DDR) / COE^2 \quad (1)$$

其中, P_t 代表 t 期末的股票收盘价; $FEPS_{t+1}$ 与 $FEPS_{t+2}$ 分别为企业未来一年和未来两年每股收益的预测值,考虑到分析师盈余预测并未普遍运用于我国资本市场,本文仿照王雄元和高曦的处理方式使用未来两期的实际每股收益数据来代替预期值^[7];DDR 代表股利支付水平,本文使用公司过去三年股利支付比率的中位数计算得到。同时,本文对不满足 $FEPS_{t+2} > FEPS_{t+1} > 0$ 条件的样本进行了剔除。

2. 解释变量:经营分部信息披露质量(OPDQ)。本文依次从分部划分确定性(OPDQ₁)、各经营分部会计信息完整性(OPDQ₂)、不同经营分部间经济特征差异性(OPDQ₃)三个递进维度对其进行评价。

第一,分部划分确定性(OPDQ₁)为 0-1 变量,若企业当年说明了分部的划分情况及依据,取值为 1,反之则为 0。

第二,对于已说明分部划分情况及依据的企业,为进一步衡量其会计信息完整性(OPDQ₂),本文将国内相关政策与国外研究基础进行了有机整合,构建了一套符合我国现实情况的评分体系,具体思路如下:首先,依据《企业会计准则解释第 3 号》以及《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号》(2014 年修订)的要求,明确上市公司应披露体现分部总收入、成本、利润、资产和负债的五类会计信息及其组成项目信息;然后,结合 Blanco 等以及 Carlo 和 Lucchese 的研究基础^[16-17],确定了对大类指标和细分指标赋予不同权重的评价方式,最终得到表 1 所示的指标体系及评分规则。

表 1 经营分部信息披露会计信息完整性指标体系

一级财务项目	二级指标(包括但不限于如下所列示科目)
一、收入信息(如分部收入、分部总收入等)	包含如其他业务收入、利息收入、营业外收入、分部间交易收入、政府补助、投资收益等体现收入组成项目的科目
二、成本信息(如分部成本、分部总成本等)	包含如产品销售成本、对外交易成本、利息支出、所得税及附加等体现成本组成项目的科目
三、利润信息(如分部利润、分部总利润等)	包含如净利润、毛利润、息税前利润、其他业务利润等体现利润组成项目的科目
四、资产信息(如分部资产、分部总资产等)	包含如流动资产、长期股权投资、固定资产、无形资产、在建工程等体现资产组成项目的科目
五、负债信息(如分部负债、分部总负债等)	包含如流动负债、长期负债、未分配负债等体现负债组成项目的科目

评分规则:若上市公司在分部报告的财务信息中直接说明了代表成本、收入、利润、资产、负债等一级科目的财务信息,则得 1 分;在此基础上,若上市公司还披露了该一级科目的组成项目之一(包括但不限于二级指标中所列示的细分指标),则再得 1 分。满分为 10 分

第三,对于会计信息相对完整的企业,在经济特征差异性(OPDQ₃)衡量方面,Ettredge 等选用同一公司不同经营分部间最大销售回报率与最小销售回报率的差值来刻画企业各分部间盈利能力的差异^[19],这为本文提供

①《证监会行业分类指引》(2012 年修订)中列举的 C13-C43 大类。

②第六十八条:公司应披露报告分部的确定依据、分部会计政策、报告分部的财务信息(包括主营业务收入、主营业务成本等),以及分部财务信息合计金额与对应合并财务报表项目的调节过程。公司无报告分部的,应说明原因。

了核心思路。然而,由于我国上市公司披露的经营分部会计信息仅包含收入、成本、资产、负债、利润五类,销售回报率指标并不可得,且以资产利润率(*ROA*)替换销售回报率来刻画经营分部的经济特征更具全面性^[2],因此本文选用同一公司不同经营分部间最大资产利润率与最小资产利润率之差作为经济特征差异性的代理指标^①。

3. 调节变量:分析师关注水平(*AA*)。

本文以跟踪企业的分析师人数加1后取对数进行衡量。

4. 控制变量。本文选取权益乘数(*EM*)、企业规模(*SIZE*)、盈利能力(*EA*)、增长能力(*GRTA*)、股权集中度(*EC*)、两职合一情况(*DUAL*)、董事会规模(*BS*)、风险相关性(β)和机构投资者持股比例(*INST*)九个控制变量。

各变量定义及说明如表2所示。

(三) 模型构建

首先,为检验分部划分确定性(*OPDQ₁*)、会计信息完整性(*OPDQ₂*)和经济特征差异性(*OPDQ₃*)对权益资本成本的影响(*H1-1*、*H1-2*和*H1-3*),本文构建如下模型:

$$COE = \alpha_0 + \alpha_1 OPDQ_{i,i=1,2,3} + \alpha_2 Control + \varepsilon \tag{2}$$

其中,*Control*为控制变量向量,包含本文选取的九个控制变量。

然后,本文在模型(1)的基础上加入分析师关注水平(*AA*)和经营分部信息披露质量与分析师关注水平的乘积项(*AA* × *OPDQ_i*),构建式(3)所示的调节效应模型,以验证分析师关注对分部划分确定性、会计信息完整性、经济特征差异性与权益资本成本关系的调节作用(*H2-1*、*H2-2*和*H2-3*)。为确保结果的有效性,本文在调节效应模型中对主要自变量及调节变量进行了中心化处理;为克服个体差异、时间趋势所产生的内生性问题,本文计量模型为双向固定效应模型。

$$COE = \alpha_0 + \alpha_1 OPDQ_{i,i=1,2,3} + \alpha_2 AA + \alpha_3 (AA \times OPDQ_{i,i=1,2,3}) + \alpha_4 Control + \varepsilon \tag{3}$$

同时,考虑到经营分部信息披露存在一定的固有模式^[3],使用差分形式表示经营分部信息披露水平有助于消除披露惯性对回归结果的影响,也有助于缓解遗漏变量的问题,参照 Kravet 和 Muslu 的研究,本文设立如式(4)和式(5)所示的差分回归模型作为上述模型的补充^[49]。

$$COE = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta OPDQ_{i,i=1,2,3} + \alpha_2 \Delta Control + \varepsilon \tag{4}$$

$$COE = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta OPDQ_{i,i=1,2,3} + \alpha_2 \Delta AA + \alpha_3 (\Delta AA \times \Delta OPDQ_{i,i=1,2,3}) + \alpha_4 \Delta Control + \varepsilon \tag{5}$$

五、实证检验及分析

(一) 描述性统计及相关性分析

表3为变量的描述性统计及共线性检验结果。由表3可见:*COE*的均值为0.1192,方差为0.0986,表明所选样本企业的权益资本成本适中,不同企业间存在一定差异;*OPDQ₁*的均值为0.4575,表明样本中仅有45.75%的企业披露了经营分部的划分情况及依据^②;*OPDQ₂*的均值为4.8936,方差为2.3427,说明在分部划分明确的企业中,其披露的各经营分部会计信息完整性距离财政部和证监会的要求仍有较大差距;*OPDQ₃*的均值为0.4228,方差为0.7239,表明对于会计信息相对完整的企业而言,其各经营分部经济特征存在一定差异性,且该差异水

①值得说明的是,若企业确实未进行多元化经营或业务雷同度极高,依据政策规定企业可选择不进行经营分部信息披露,并在年报相应位置说明原因,如“海信电器”2017年年报的分部报告处载明:“根据本公司的内部组织结构、管理要求及内部报告制度,鉴于本公司经济特征相似性较多,本公司的经营业务未划分为经营分部,无相关信息披露。”为保证研究的客观公平性,本文对此类样本进行了剔除。

②*OPDQ₁*取值为0表明该企业既未进行分部报告,也未说明不进行分部报告的原因,具体可参照东风汽车2017年年度报告。

平因企业而异;其余控制变量的均值、方差、极值均在合理范围内,在此不再赘述。各变量的 VIF 值均小于 4,表明本文模型不存在多重共线性问题。

(二)主模型回归结果

表 4 中列(1)至列(3)列示了式(2)使用非差分形式下固定效应模型的回归结果,OPDQ₁、OPDQ₂、OPDQ₃的回归系数均未通过显著性检验。列(4)至列(6)为使用一阶差分模型情况下的回归结果,OPDQ₁、OPDQ₂和 OPDQ₃三个主要解释变量依旧无法通过显著性检验,本文 H1-1、H1-2 和 H1-3 无法得到证实。

表 4 的结果说明,在我国上市公司经营分部信息披露实践中,无论是否说明经营分部划分情况及依据、在说明经营分部划分情况的基础上进一步披露相对完整的经营分部会计信息、在会计信息完整的前提下保证不同分部间的经济特征存在差异性,都无法直接降低权益资本成本,原因可能在于:尽管我国经营分部信息披露制度已初具雏形,但在细节规定方面尚不完善,各上市公司披露水平参差不齐,增加了投资者信息处理成本^[2],阻塞了信息传递通道,无法改善投资者的价值判断及监督效率。

表 3 变量的描述性统计结果

变量	均值	方差	最小值	最大值	VIF 值
COE	0.1192	0.0986	0.0017	0.8762	
OPDQ ₁	0.4575	0.4983	0	1	3.29
OPDQ ₂	4.8936	2.3427	0	10	3.30
OPDQ ₃	0.4228	0.7239	0.0124	1.5255	1.01
EM	3.4947	44.7797	-26.8362	1557.4290	1.07
SIZE	22.3615	1.2900	18.3432	27.1044	1.27
EA	0.0551	0.2171	0.0002	7.4450	1.20
GRTA	0.2139	0.9155	-0.9724	27.9995	1.04
EC	54.0581	16.1389	10.6459	99.2300	1.13
DUAL	0.2481	0.4321	0	1	1.06
BS	8.7023	1.5997	5	17	1.13
β	1.1929	0.3545	0.2038	2.5179	1.05
INST	6.6572	7.1157	0.0004	61.1217	1.10

表 4 经营分部信息披露对权益资本成本的影响

变量	COE (1)	COE (2)	COE (3)	变量	COE (4)	COE (5)	COE (6)
OPDQ ₁	0.0149 (1.063)			ΔOPDQ ₁	-0.0079 (-1.070)		
OPDQ ₂		0.0021 (0.693)		ΔOPDQ ₂		0.0001 (0.001)	
OPDQ ₃			-0.0002 (-0.080)	ΔOPDQ ₃			0.0014 (0.711)
EM	0.0088 *** (2.581)	0.0088 *** (6.622)	0.0133 *** (3.590)	ΔEM	0.0007 (1.336)	0.0008 (1.475)	0.0053 * (1.852)
SIZE	-0.0069 (-0.368)	-0.0064 (-0.342)	-0.0032 (-0.167)	ΔSIZE	-0.0071 ** (-2.158)	-0.0079 ** (-2.225)	-0.0087 ** (-2.438)
EA	-0.7258 *** (-3.811)	-0.7261 *** (-3.803)	-0.6601 *** (-3.130)	ΔEA	-0.2916 *** (-3.514)	-0.2867 *** (-3.476)	-0.2602 *** (-2.716)
GRTA	-0.0096 (-0.613)	-0.0099 (-0.633)	-0.0070 (-0.409)	ΔGRTA	-0.0013 (-0.169)	-0.0011 (-0.139)	0.0014 (0.150)
EC	0.0001 (0.124)	0.0001 (0.111)	0.0004 (0.457)	ΔEC	0.0001 (0.223)	0.0001 (1.145)	0.0001 (0.262)
DUAL	-0.1310 (-0.695)	-0.0128 (-0.686)	-0.3360 (-1.436)	ΔDUAL	0.0140 * (1.865)	0.0135 * (1.779)	0.0094 (1.310)
BS	0.0052 (0.891)	0.0052 (0.897)	0.0113 (1.608)	ΔBS	-0.0036 (-1.508)	-0.0037 (-1.540)	-0.0019 (-0.719)
β	0.0051 (0.401)	0.0055 (0.406)	0.0013 (0.080)	Δβ	0.0021 (0.495)	0.0020 (0.474)	-0.0023 (-0.559)
INST	-0.0001 (-0.090)	-0.0001 (-0.095)	-0.0003 (-0.282)	ΔINST	-0.0006 * (-1.741)	-0.0006 * (-1.757)	-0.0006 (-1.388)
_cons	0.2147 (0.510)	0.2072 (0.488)	0.0525 (0.123)	_cons	0.0994 *** (22.250)	0.0988 *** (21.938)	0.0787 *** (8.984)
固定效应	个体/年份	个体/年份	个体/年份	固定效应	个体/年份	个体/年份	个体/年份
R-sq	0.1012	0.0890	0.1207	R-sq	0.1198	0.1171	0.1602

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% 水平上显著,括号内为 t 值。下同。

(三)调节效应的回归结果

若经营分部信息披露无法显著影响权益资本成本是源于其规范性较差,无法被投资者高效率解读,那么在分析师关注的作用下,这一现象能得到有效改善么?为回答这一问题,本文分别采用非差分和一阶差分形式下的固定效应模型对式(3)进行回归,若分析师关注与经营分部信息披露质量的乘积项结果显著,则表明分析师关注是经营分部信息披露能显著影响权益资本成本的一个重要条件^[50]。

回归结果如表5所示,在非差分形式下,表5中列(1)和列(2)的R²值分别为0.1084和0.1081,较表4中列(1)和列(2)的R²分别提高了0.0072和0.0191,且AA×OPDQ₁和AA×OPDQ₂的回归系数在5%的水平上显著为负,说明在分析师关注下,企业提升分部划分确定性、会计信息完整性可协助投资者改善决策及监督效率,降低自身权益融资成本,H2-1和H2-2得到支持。表5中列(3)的R²值较表4中列(3)的R²提高了0.0102,AA×OPDQ₃的回归系数为正且在10%水平上显著,表明分析师关注使企业在经营分部信息披露中突出经济特征差异性的行为提高了权益资本成本,这与H2-3相悖。对此较为合理的解释是:尽管在分析师关注下,凸显不同分部间的经济特征差异可使投资者更加真实地了解企业经营情况,甚至挖掘出企业增长“新动能”,起到降低权益成本的效果,但更重要的是,若上市公司主动合并“雷同”的经营分部,使对外披露的各经营分部间经济特征存在一定差异性,往往意味着管理层在分部报告中并未过度使用自由裁量权对自身优势业务进行隐藏^[19],而是更加“老实”地将自身多元化经营形成的现金流、超额利润等专有信息告知竞争者^[3,18]。对此,专有成本理论认为,竞争对手可利用相关财务信息深入了解披露企业的优势业务经营情况,甚至可以推断出其优势业务按产品线划分的收入、定价和成本结构等专有信息^[51],进而采取有针对性的竞争策略,给披露企业造成竞争劣势;而在资本市场中,企业是否具备行业领先的竞争优势是决定其权益资本成本高低的根本原因^[52]。综上,在分析师关注下,若企业披露的不同经营分部间经济特征差异较大,则会动摇自身优势竞争地位,使权益资本成本上升。

表5 分析师关注对经营分部信息披露与权益资本成本关系的调节作用

变量	COE (1)	COE (2)	COE (3)	变量	COE (4)	COE (5)	COE (6)
OPDQ ₁	0.0184 (1.316)			ΔOPDQ ₁	-0.0066 (-0.905)		
OPDQ ₂		0.0028 (0.951)		ΔOPDQ ₂		0.0003 (0.183)	
OPDQ ₃			-0.0002 (-0.130)	ΔOPDQ ₃			0.0056 (1.449)
AA	-0.0039 (-0.632)	-0.0035 (-0.573)	-0.0114 (-1.452)	ΔAA	0.0040 (1.367)	-0.0038 (-1.236)	-0.0082*** (-2.525)
AA×OPDQ ₁	-0.0173** (-2.048)			ΔAA×ΔOPDQ ₁	-0.0085* (-1.731)		
AA×OPDQ ₂		-0.0030** (-2.090)		ΔAA×ΔOPDQ ₂		-0.0014 (-1.568)	
AA×OPDQ ₃			0.0070* (1.830)	ΔAA×ΔOPDQ ₃			0.0158** (1.959)
EM	0.0087*** (2.530)	0.0085** (2.484)	0.0131*** (3.482)	ΔEM	0.0005 (0.969)	0.0006 (1.130)	0.0050* (1.865)
SIZE	-0.0075 (-0.406)	-0.0077 (-0.416)	-0.0035 (-0.170)	ΔSIZE	-0.0056* (-1.641)	-0.0024 (-0.659)	-0.0039 (-1.155)
EA	-0.6943*** (-3.647)	-0.6823*** (-3.559)	-0.6376*** (-2.728)	ΔEA	-0.2763*** (-3.237)	-0.2071*** (-2.570)	-0.1910** (-1.998)
GRTA	-0.0102 (-0.640)	-0.0105 (-0.653)	-0.0064 (-0.367)	ΔGRTA	-0.0021 (-0.252)	-0.0036 (-0.418)	0.0013 (0.144)
EC	0.0001 (0.090)	0.0001 (0.045)	-0.0005*** (-2.637)	ΔEC	-0.0001 (-0.141)	-0.0001 (-0.308)	0.0001 (0.118)
DUAL	-0.0123 (-0.671)	-0.0127 (-0.699)	-0.0332 (-1.435)	ΔDUAL	0.0149** (2.004)	0.0110 (1.427)	0.0094 (1.343)
BS	-0.0055 (-0.953)	0.0050 (0.871)	0.0113 (1.629)	ΔBS	-0.0037 (-1.542)	-0.0043* (-1.842)	-0.0019 (-0.797)
β	0.0057 (0.429)	0.0065 (0.481)	0.0025 (0.158)	Δβ	0.0014 (0.323)	0.0045 (1.115)	-0.0027 (-0.667)
INST	0.0001 (0.132)	0.0002 (0.198)	0.0006 (0.260)	ΔINST	-0.0004 (-1.270)	-0.0006* (-1.767)	-0.0003 (-0.807)
_cons	0.2307 (0.554)	0.2421 (0.574)	0.0502 (0.111)	_cons	0.1005*** (22.004)	0.1164*** (77.154)	0.0793*** (9.640)
固定效应	个体/年份	个体/年份	个体/年份	固定效应	个体/年份	个体/年份	个体/年份
R-sq	0.1084	0.1081	0.1309	R-sq	0.1307	0.1251	0.1844

一阶差分形式下的回归结果见表5中的列(4)至列(6),尽管列(5)中AA×OPDQ₂的t值(-1.568)未达到10%的显著性水平,但已十分接近临界值,其余结果与非差分形式下的结果基本一致,在此不再作详细说明。对

于这一结果,谢宇在《回归分析》一书中指出,在回归模型中引入交互项后,参与构造交互项的各自变量对因变量的作用依赖于交互项中其他自变量的取值,故交互项的存在表明了某个自变量对因变量的作用是以另一个自变量的不同取值为条件的,即交互效应也被解释为条件效应^[50]。因此,在本文主效应模型中,经营分部信息披露对权益资本成本的影响并不显著,极有可能是因为缺乏经营分部信息披露能显著影响权益资本成本的必要条件;在引入分析师关注与经营分部信息披露质量的乘积项后,该乘积项显著,可解释为分析师关注是决定经营分部信息披露和权益资本成本关系的一个重要条件,表现为条件效应。该条件效应进一步印证了对主模型回归结果的解释,即当前我国上市公司经营分部信息的处理成本较高,普通投资者无法独立利用该信息改善价值判断成效,需依靠分析师这类专业信息中介方可解读相关信息。在分析师的协助下,分部划分确定性、会计信息完整性改善了投资者对披露上市公司的估值效率和监督水平,降低了权益资本成本。

(四)稳健性检验

1. 控制内生性。经营分部信息披露与权益资本成本间可能存在一定的内生性问题。一方面,正如本文研究假设中所述,经营分部信息披露会影响权益资本成本;另一方面,企业当前的权益资本成本也是其制定信息披露策略的重要考量因素,会形成反向因果关系。在此,为进一步确保研究结论的稳健性,本文使用上市公司办公地址与所在省区市证监会地址的地理距离(千米)为工具变量进行内生性检验(对地理距离加 1 后取对数),原因如下:其一,已有研究表明,上市公司与监管部门的距离对信息披露质量具有显著影响^[53];其二,尚未有研究发现上市公司与监管部门之间的距离会直接影响企业权益资本成本,同时上市公司办公地址和监管部门的距离是外生的,符合工具变量的要求。如表 6 所示,各列中第一阶段 IV 系数均至少在 10% 水平上显著,且各模型对应的 F 值均大于 10% 偏误水平下的临界值 16.38,证明该工具变量是合适的。

2. 替换主要变量。第一,替换分析师关注水平指标。现有研究普遍认为研报是分析师发挥信息中介及监督作用的重要手段^[54],故本文使用分析师针对特定上市公司发布的研报数加 1 后的对数值(AR)衡量分析师关注水平。第二,替换会计信息完整性水平指

标。在此,本文对样本经营分部信息披露会计信息完整指标体系得分加 1 后取对数进行连续化处理,记作 $OPDQ_2^*$ 。第三,替换经济特征差异性指标。考虑到少数上市公司资产利润率最小的分部存在较大幅度亏损的情况,而此时利用最大值和最小值的差值可能会得到极端取值,为规避这一情况,本文使用不同经营分部资产利润率最大值与平均值的差值进行替换,记作 $OPDQ_3^*$ 。回归结果如表 7 所示。

表 6 利用工具变量法控制内生性问题的稳健性分析结果

变量	COE (1)	COE (2)	COE (3)	COE (4)	COE (5)	COE (6)
$OPDQ_1$	-0.7505 (-0.702)			0.2190 (1.150)		
$OPDQ_2$		-0.1461 (-0.730)			0.1035 (1.060)	
$OPDQ_3$			1.4975 (0.073)			1.3105 (0.105)
AA				-0.0052 (-0.838)	-0.0051 (-0.821)	-0.1111 (-1.457)
$AA \times OPDQ_1$				-0.0194** (-2.023)		
$AA \times OPDQ_2$					-0.0037** (-2.286)	
$AA \times OPDQ_3$						0.0073 (1.525)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
第一阶段 IV 系数	-0.0183*	-0.1652***	-0.0160*	-0.0161*	-0.1125**	-0.1330*
Cragg Donald Wald F 值	18.2	21.0	16.8	17.1	17.6	18.3

表 7 替换主要变量的稳健性分析结果

变量	COE (1)	COE (2)	COE (3)	COE (4)	COE (5)	COE (6)
$OPDQ_1$	0.0149 (1.063)			0.0202 (1.441)		
$OPDQ_2^*$		0.0091 (1.016)			0.0103 (1.024)	
$OPDQ_3^*$			0.0174 (0.799)			0.0214 (0.711)
AR				-0.0029 (-0.600)	0.0032 (0.524)	-0.0073 (-0.963)
$AR \times OPDQ_1$				-0.0166** (-2.357)		
$AR \times OPDQ_2^*$					-0.0080* (-1.899)	
$AR \times OPDQ_3^*$						0.0132*** (2.710)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
固定效应	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份

由表6和表7可知,类似于前文的研究结果,在未纳入分析师关注水平相关变量的情况下,衡量经营分部信息披露质量的三个变量均无法通过显著性检验。在考虑分析师关注的情况下,表6和表7中 $AA \times OPDQ_1$ 和 $AA \times OPDQ_2$ ($AR \times OPDQ_1$ 和 $AR \times OPDQ_2^*$) 的回归系数均至少在 10% 水平上显著为负,表7中 $AR \times OPDQ_3^*$ 的系数在 1% 水平上显著为正,与前文研究结果高度一致。唯一与前文研究结果存在些许差异的是表6中 $AA \times OPDQ_3$ 的系数未达到 10% 显著性水平,但 t 值(1.525)已十分接近显著的临界线。总之,上述结果证明了本文结论的稳健性。

六、进一步研究

当前,我国经济市场存在“供需错位”的结构性失衡:一方面,传统制造业的产能过剩问题已成为市场的沉重负担;另一方面,高端制造业产品供给仍存在巨大缺口。对此,党的二十大报告指出“要坚持以推动高质量发展为主题,把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”,不仅要抑制金融资源继续流向淘汰产能,倒逼产能过剩行业企业转型升级,还要加大资源对新一代信息技术、高端装备、新材料等产能仍处于爬坡阶段的朝阳企业的支持,满足人民群众对高质量供给的需求,推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

经营分部信息能帮助投资者更好地了解企业多元化发展方向及成果,是优化资源配置的有力支撑。对于产能过剩企业而言,多元化经营是其积极自救的重要战略^[55],据此披露高质量的经营分部信息是其对外传递自救信号、获得市场资源青睐的有效手段;对于非产能过剩企业而言,在精进主业的过程中兼顾现代物流、金融、人力资本服务等领域的多元化发展,可创新业务协作流程和价值创造模式、培育竞争优势,依靠经营分部信息披露传递这一信号可使市场资源进一步倾斜。综上,无论企业是否存在产能过剩问题,理论上都可以通过披露经营分部信息降低权益资本成本,那么实际情况又是否如此呢?

(一) 不同类型企业经营分部信息披露对权益资本成本的影响

本文根据韩国高等对中国制造业产能过剩行业的测算^[56],选择以黑色金属为代表的7个行业^①作为产能过剩行业,并依据国泰安数据库中上市公司行业代码将样本分为产能过剩企业 and 非产能过剩企业两组,采用非差分形式下的固定

表8 不同类型企业经营分部信息披露对权益资本成本的影响

变量	COE		COE		COE	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	产能过剩	非产能过剩	产能过剩	非产能过剩	产能过剩	非产能过剩
$OPDQ_1$	-0.0633*	0.0302**				
	(-1.922)	(2.139)				
$OPDQ_2$			-0.0196**	0.0070**		
			(-2.446)	(2.186)		
$OPDQ_3$					-0.0054	-0.0013
					(-0.072)	(-0.405)
EM	0.0092*	0.0051	0.0098**	0.0053	0.0136***	-0.0069
	(1.818)	(0.570)	(1.997)	(0.583)	(3.806)	(-0.359)
$SIZE$	-0.0433	0.0164	-0.0188	0.0174	-0.0861	0.0304
	(-0.830)	(0.817)	(-0.324)	(0.866)	(-1.431)	(1.486)
EA	-0.9119	-0.6114***	-0.8468	-0.6030***	-0.6440	-0.6971***
	(-1.579)	(-4.227)	(-1.498)	(-4.145)	(-1.327)	(-4.041)
$GRTA$	0.0414	-0.0329**	0.0340	-0.0340**	0.0850	-0.3511
	(0.815)	(-2.131)	(0.672)	(-2.194)	(1.345)	(-1.515)
EC	0.0015	-0.0004	0.0014	-0.0005	0.0016	-0.0003
	(0.757)	(-0.608)	(0.736)	(-0.731)	(0.799)	(-0.338)
$DUAL$	-0.0319	-0.0189	-0.0357	-0.0167	-0.0520	-0.0311
	(-0.646)	(-1.040)	(-0.709)	(-0.952)	(-1.506)	(-1.179)
BS	0.0092	0.0047	0.0098	0.0051	0.0180	0.0065
	(0.859)	(1.003)	(0.941)	(1.074)	(1.632)	(1.271)
β	0.0853**	-0.0137	0.0892**	-0.0148	0.0404	-0.0152
	(2.349)	(-0.998)	(2.420)	(-1.065)	(1.033)	(-0.854)
$INST$	0.0034*	-0.0014*	0.0039**	-0.0014*	0.0042*	-0.0015
	(1.705)	(-1.949)	(2.025)	(-1.941)	(1.832)	(-1.586)
$_{-cons}$	0.9014	-0.2494	0.3504	-0.0274	1.7600	-0.5388
	(0.728)	(-0.566)	(0.256)	(-0.621)	(1.275)	(-1.182)
固定效应	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份	个体/年份
$OPDQ$ 的经验 p 值		0.012**		0.001***		0.397
$R-sq$	0.1648	0.1658	0.1820	0.1692	0.2049	0.1705

效应模型对式(2)进行回归,考察不同类型企业经营分部信息披露质量对权益资本成本的影响是否存在差异。同时,本文也进行了一阶差分回归模型的检验(结果未列示,备索)。此外,为使研究结果更加严谨,本文采用 Bootstrap 组间差异检验方法,从统计上对该差异的显著性进行检验,结果如表8所示。

①7个产能过剩行业分别为证监会《上市公司行业分类指引》(2012年修订)所划分的造纸和纸制品业(C22)、石油加工、炼焦和核燃料加工业(C25)、化学原料和化学制品制造业(C26)、化学纤维制造业(C28)、非金属矿物制品业(C30)、黑色金属冶炼和压延加工业(C31)、有色金属冶炼和压延加工业(C32)。

当以 $OPDQ_1$ 为解释变量时,列(1)中 $OPDQ_1$ 的回归系数显著为负,列(2)中 $OPDQ_1$ 的回归系数显著为正,且列(1)和列(2)中变量 $OPDQ_1$ 组间差异的经验 P 值^①为 0.012,在 5% 水平上显著,表明披露经营分部的划分情况及依据对产能过剩企业而非产能过剩企业会产生截然相反的结果:显著降低了产能过剩企业的权益资本成本,而增加了非产能过剩企业的权益资本成本。与此类似,当以 $OPDQ_2$ 为解释变量时,列(3)和列(4)的结果表明,产能过剩企业可通过提高会计信息完整性降低权益资本成本,而非产能过剩企业采取此类行为则适得其反。导致这一结果的可能原因在于:上市公司在分部报告中体现分部划分确定性和会计信息完整性的内容占据了较大的年报篇幅,可传递给投资者企业正大力实施多元化经营的直观感受。依据预期理论,预期与感知的一致性是影响投资者决策的重要因素,由于投资者对这两类企业是否应进行多元化经营通常存有相反的预期,因此极有可能对两者做出不同的回应:第一,产能过剩企业面临巨大淘汰压力,盲目扩充规模、重复低水平建设的粗放式发展模式已难以为继,投资者多期望其能通过多元化经营完成转型,此时企业明确分部划分、提升会计信息完整性容易被投资者视为进行产品结构调整、积极“自救”的信号,可获得市场的高度认可,从而有利于降低权益资本成本。第二,非产能过剩企业通常存在一定的供给缺口,市场投资者更倾向于其在原有产品基础上贯彻提质增效的发展战略,并认为拓展多元化业务必然会分散人力、物力,拖累原有产品优势,在此情况下企业明确分部划分并报告各分部财务信息极有可能被投资者解读为“不务正业”的信号,使得结果事与愿违。

当以 $OPDQ_3$ 为解释变量时,列(5)和列(6)中 $OPDQ_3$ 的系数均不显著,说明两类企业在经营分部信息披露中展示出不同分部间的经济差异并不会影响权益资本成本,这可能源于我国资本市场上投资者理性水平有限,对经济特征差异性的信息内涵认识较为浅薄和片面。

(二) 分析师关注对不同类型企业的调节作用

为进一步探究分析师关注对经营分部信息披露与权益资本成本之间关系的调节作用是否存在基于企业类型的异质性,本文沿用前文的分组样本分别对式(3)进行回归,并对经营分部信息披露质量与分析师关注水平的乘积项($AA \times OPDQ_i$)进行组间差异的显著性检验,结果如表 9 所示。

列(1)和列(2)描述了以 $OPDQ_1$ 为解释变量的结果:列(2)中 $OPDQ_1$ 的回归系数依旧显著为正,但此时 $AA \times OPDQ_1$ 的回归系数在 5% 水平上显著为

表 9 分析师关注对不同类型企业经营分部信息披露与权益资本成本关系的调节作用

变量	COE		COE		COE	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	产能过剩	非产能过剩	产能过剩	非产能过剩	产能过剩	非产能过剩
$OPDQ_1$	-0.0592 * (-1.729)	0.0364 *** (2.635)				
$OPDQ_2$			-0.0189 ** (-2.347)	0.0076 ** (2.348)		
$OPDQ_3$					-0.0073 (-0.097)	-0.0008 (-0.316)
AA	-0.0176 (-1.355)	-0.0004 (-0.058)	-0.0181 (-1.429)	0.0003 (0.047)	-0.0247 * (-1.776)	-0.0011 (-0.148)
$AA \times OPDQ_1$	-0.0079 (-0.403)	-0.0221 ** (-2.396)				
$AA \times OPDQ_2$			-0.0002 (-0.067)	-0.0032 ** (-1.984)		
$AA \times OPDQ_3$					0.0795 * (1.927)	0.0031 (0.644)
EM	0.0092 * (1.814)	0.0033 (0.370)	0.0098 ** (2.003)	0.0028 (0.300)	0.0130 *** (3.878)	0.0046 (0.494)
SIZE	-0.0469 (-0.881)	0.0129 (0.657)	-0.0259 (-0.450)	0.0133 (0.663)	-0.1016 * (-1.742)	0.0178 (0.854)
EA	-0.8568 (-1.486)	-0.5936 *** (-4.261)	-0.7917 (-1.403)	-0.5771 *** (-3.989)	-0.6175 (-1.328)	-0.6209 *** (-3.618)
GRTA	0.0463 (0.913)	-0.0342 ** (-2.224)	0.0400 (0.793)	-0.0352 ** (-2.240)	0.0973 (1.598)	-0.0334 ** (-2.131)
EC	0.0013 (0.673)	-0.0003 (-0.456)	0.0012 (0.663)	-0.0004 (-0.606)	0.0009 (0.513)	-0.0003 (-0.485)
DUAL	-0.0305 (-0.603)	-0.0189 (-1.107)	-0.0355 (-0.676)	-0.018 (-1.060)	-0.0490 (-1.443)	-0.0206 (-1.088)
BS	-0.0098 (-0.919)	0.0050 (1.070)	0.0103 (0.987)	0.0046 (0.958)	0.0193 * (1.820)	0.0040 (0.877)
β	0.0826 ** (2.214)	-0.0134 (-0.987)	0.0872 ** (2.284)	-0.0132 (-0.951)	0.0373 (0.914)	-0.0124 (-0.902)
INST	0.0040 ** (2.108)	-0.0013 * (-1.904)	0.0045 ** (2.413)	-0.0013 * (-1.805)	0.0057 *** (2.525)	-0.0013 * (-1.892)
_cons	0.9549 (0.757)	-0.1660 (-0.384)	0.4658 (0.342)	-0.1638 (-0.374)	2.1150 (1.595)	-0.2686 (-0.586)
固定效应	个体/年份		个体/年份		个体/年份	
$AA \times OPDQ_i$ 的经验 p 值	0.087 *		0.096 *		0.074 *	
R-sq	0.1739	0.1809	0.1905	0.1808	0.2466	0.1572

①经验 P 值用于检验变量组间差异的显著性,通过自体抽样(Bootstrap)1000 次得到。

负,且列(2)的 R^2 值(0.1809)大于表8中列(2)的 R^2 值(0.1658),同时列(1)和列(2)中变量 $AA \times OPDQ_1$ 组间差异的经验P值在10%水平上显著,表明分析师关注仅会负向调节非产能过剩企业分部划分确定性对权益资本成本的正向影响。列(3)和列(4)结果中主要解释变量的系数符号和显著性与列(1)和列(2)基本一致,表明在分析师关注下,非产能过剩企业会计信息完整性对权益资本成本的正向影响也会受到抑制。产生上述结果的原因可能是:作为资本市场中的专业人士,分析师十分明确非产能过剩企业同样可以实施多元化战略,如大力发展与制造业紧密相关的生产性服务业、推动服务功能区和服务平台建设等,这不仅有助于非产能过剩企业延伸服务链条,拓展盈利点,还有助于其发展个性化定制、网络精准营销和在线支持服务等,形成独特的竞争优势和品牌特色。在此基础上,分析师可利用研报等信息渠道帮助投资者解读该信号,消除投资者对非产能过剩企业披露经营分部信息即是“不务正业”的误解。

由列(5)和列(6)可见,列(5)中 $AA \times OPDQ_3$ 的回归系数在10%水平上显著为正,且 R^2 值为0.2466,较表8中列(5)的 R^2 值提高了0.0417,而列(6)中 $AA \times OPDQ_3$ 的回归系数并不显著,同时 $AA \times OPDQ_3$ 的经验P值为0.074,表明分析师关注加剧了产能过剩企业经济特征差异性对权益资本成本的正向影响,而对非产能过剩企业无显著调节作用。原因主要在于:对于产能过剩企业而言,其直接竞争对手也面临相似困境,正试图寻找多元化转型出路,此时对外披露具备经济特征差异性的经营分部信息,意味着企业毫无保留地将自身转型升级中的“新动能”告知竞争对手,促使竞争对手加快同类产品研发,增加了披露企业自身转型过程中的竞争压力,影响市场竞争地位,提升了权益资本成本;而对于非产能过剩企业而言,其竞争对手往往也存在产能缺口,正专注于主业扩张,进行针对性布局的意愿并不强烈,故“诚实”地披露并不会对自身权益资本成本造成损害。

七、结论与建议

本文手工搜集制造业上市公司2014—2019年经营分部数据,逐层深入地探讨了经营分部信息披露质量与权益资本成本的关系,并检验了分析师关注的调节作用。结果表明:(1)由于我国上市公司经营分部信息披露规范性较差、投资者信息处理成本较高,经营分部信息披露无法对权益资本产生直接影响;分析师关注既能使得企业因提高分部划分确定性、会计信息完整性而降低了权益资本成本,也能使企业因突出不同经营分部间经济差异而提升了权益资本成本。(2)异质性检验结果显示,企业是否存在产能过剩问题对其经营分部信息披露质量与权益资本成本之间的关系尤为重要,具体表现为产能过剩企业可通过提升分部划分确定性、会计信息完整性来降低权益资本成本,而非产能过剩企业采取该行动的结果却大相径庭。分析师关注可以在一定程度上抑制分部划分确定性、会计信息完整性对非产能过剩企业权益资本成本的不利影响,同时也会加剧经济特征差异性给产能过剩企业带来的专有成本。

本文的研究具有一定的启示意义:第一,我国上市公司披露实践存在明显的“犹抱琵琶半遮面”问题,该问题提升了投资者对经营分部信息的处理成本,抑制了信息的反应效率,说明尽管我国财政部、证监会出台的《企业会计准则解释第3号》以及《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号》已搭建出经营分部信息披露总体框架,但现有制度在完善性、执行力方面仍需加强。首先,应加大要求上市公司说明分部划分情况的执行力度,对违反编报规则的上市公司采取适当处罚措施;其次,应进一步细化经营分部财务信息的会计科目核算详略程度,如阐明具体的总分类科目及细分类科目披露要求,为上市公司提供清晰的操作依据;最后,相关部门可结合各行业上市公司多元化经营的具体情况,进一步明确经济特征差异性边界,并要求仍未达标的上市公司说明原因。第二,经营分部信息内涵具有一定深度,非专业人士较难理解相关数据所表达的深层含义,抑制了资源配置优化。上市公司应当重视分析师专业优势,适当提升与分析家的合作力度,凝成多方合力提升自身信息披露的定价效率,助力资本市场健康发展。第三,当前我国经济“供需错位”的结构性失衡问题突出,如何引导资源精准灌溉,已经成为提升内循环供血质量的重要课题。对此,不同类型企业可积极探索符合自身情况的经营分部信息披露策略,为自身转型自救或业态创新争取资源,特别是非产能过剩行业企业可在经营分部划分情况中加强各经营分部均为帮助主业提质增效、拔高竞争优势的说明,避免投资者对其产生“不务正业”的误解,同时可利用分析师效能强化信息披露的正面作用。

参考文献:

- [1] 曹廷求,张光利. 自愿性信息披露与股价崩盘风险:基于电话会议的研究[J]. 经济研究,2020(11):191-207.
- [2] André P, Filip A, Moldovan R. Segment disclosure quantity and quality under IFRS 8: Determinants and the effect on financial analysts' earnings forecast errors[J]. The International Journal of Accounting, 2016, 51(4): 443-461.
- [3] Hayes R M, Lundholm R. Segment reporting to the capital market in the presence of a competitor[J]. Journal of Accounting Research, 1996, 34(2): 261-279.
- [4] Lucchese M, Di C F. The impact of IFRS 8 on segment disclosure practice: Panel evidence from Italy[J]. International Journal of Accounting and Financial Reporting, 2016, 6(1): 96-126.
- [5] 傅传锐,王美玲. 智力资本自愿信息披露、企业生命周期与权益资本成本——来自我国高科技 A 股上市公司的经验证据[J]. 经济管理, 2018(4): 170-186.
- [6] Blanco B, Garcia L J M, Tribo J A. Segment disclosure and cost of capital[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2015, 42(3-4): 367-411.
- [7] 王雄元,高曦. 年报风险披露与权益资本成本[J]. 金融研究, 2018(1): 174-190.
- [8] Talha M, Sallehuddin A, Madani H H. Segmental reporting and competitive disadvantage: A study of Malaysian companies[J]. International Journal of Managerial and Financial Accounting, 2009, 1(3): 305-319.
- [9] 何雨晴. 年报核心竞争力信息披露具有信息含量吗? ——基于分析师视角[J]. 审计与经济研究, 2021(3): 56-64.
- [10] 韩美妮,王福胜,林翰. 分析师跟踪会促进企业技术创新吗? ——以中小板企业为例[J]. 审计与经济研究, 2021(4): 90-97.
- [11] 曲晓辉,毕超. 会计信息与分析师的信息解释行为[J]. 会计研究, 2016(4): 19-26+95.
- [12] 伊志宏,杨圣之,陈钦源. 分析师能降低股价同步性吗——基于研究报告文本分析的实证研究[J]. 中国工业经济, 2019(1): 156-173.
- [13] Heo K, Doo S. Segment reporting level and analyst forecast accuracy[J]. Journal of Applied Business Research, 2018, 34(3): 471-486.
- [14] Berger P, Hann R. The impact of SFAS No. 131 on information and monitoring[J]. Journal of Accounting Research, 2003, 41(2): 163-223.
- [15] Nichols N B, Donna L S. The relationship between competition and business segment reporting decisions under the management approach of IAS 14 revised. [J]. Journal of International Accounting, Auditing and Taxatio, 2007, 16(1): 51-68.
- [16] Blanco B, Lara J M G, Tribó J. The relation between segment disclosure and earnings quality[J]. Journal of Accounting and Public Policy, 2014, 33(5): 449-469.
- [17] Carlo F D, Lucchese M. The impact of IFRS 8 on segment disclosure practice: Panel evidence from Italy[J]. Social science Electronic Publishing, 2016, 6(1): 96-126.
- [18] Harris M S. The association between competition and managers' business segment reporting decisions[J]. Journal of Accounting Research, 1998, 36(1): 111-128.
- [19] Ettredge M, Kwon S Y, Smith B D, et al. The impact of SFAS No. 131 business segment data on the market's ability to anticipate future earnings[J]. Accounting Review, 2005, 80(3): 773-804.
- [20] 桑士俊,吕斐雯. 分部报告的分析与利用——兼论我国有关企业分部信息披露的要求[J]. 会计研究, 2002(8): 46-49.
- [21] 聂萍,陈共荣. 分部信息质量特征研究:来自中国上市公司分部信息披露的经验证据[J]. 会计研究, 2007(9): 19-25+95.
- [22] 韩露. 上市公司分部报告决策有用性研究[D]. 北京:财政部财政科学研究所, 2013.
- [23] Alanezi F S, Alfraih M M, Alshammari S S. Operating segments (IFRS 8) - required disclosure and the specific-characteristics of kuwaiti listed companies [J]. International Business Research, 2016, 9(1): 136-153.
- [24] Bugeja M, Czemkowski R, Moran D. The impact of the management approach on segment reporting[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2015, 42(3-4): 310-366.
- [25] Birt J, Shailer G. Forecasting confidence under segment reporting[J]. Accounting Research Journal, 2011, 24(3): 245-267.
- [26] 刘星,陈西婵. 证监会处罚、分析师跟踪与公司银行债务融资——来自信息披露违规的经验证据[J]. 会计研究, 2018(1): 60-67.
- [27] 危平,曾高峰. 环境信息披露、分析师关注与股价同步性——基于强环境敏感型行业的分析[J]. 上海财经大学学报, 2018(2): 39-58.
- [28] 窦欢,张会丽,陆正飞. 企业集团、大股东监督与过度投资[J]. 管理世界, 2014(7): 134-143+171.
- [29] 朱荣,李霞. 家族企业职业经理人与审计费用:代理成本效应与声誉效应的双重检验[J]. 审计与经济研究, 2020(4): 38-46.
- [30] 张润宇,余明阳,张梦林. 社会资本是否影响了上市家族企业过度投资? ——基于社会资本理论和高阶理论相结合的视角[J]. 中国软科学, 2017(9): 114-126.
- [31] 曾颖,陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究, 2006(2): 69-79.
- [32] Hope O, Kang T, Thomas W B, et al. The effects of SFAS 131 geographic segment disclosures by US multinational companies on the valuation of foreign earnings[J]. Journal of International Business Studies, 2009, 40(3): 421-443.
- [33] Chen P, Zhang G. Heterogeneous investment opportunities in multiple-segment firms and the incremental value relevance of segment accounting data[J]. The Accounting Review, 2003, 78(2): 397-428.
- [34] Botosan C A, Plumlee M A. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital[J]. Journal of Accounting Research, 2002, 40(1): 21-40.
- [35] 蒋琰,陆正飞. 公司治理与股权融资成本——单一与综合机制的治理效应研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2009(2): 60-75.

- [36] Saini J S, Hermann D. Cost of equity capital, information asymmetry, and segment disclosure[J]. *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, 2012(11): 143 - 173.
- [37] Bens D A, Monahan S J. Disclosure quality and the excess value of diversification[J]. *Journal of Accounting Research*, 2004, 42(4): 691 - 730.
- [38] Hope O, Thomas W B. Managerial empire building and firm disclosure[J]. *Journal of Accounting Research*, 2008, 46(3): 591 - 626.
- [39] Lambert R, Leuz C, Verrecchia R E. Information asymmetry, information precision and the cost of capital[J]. *Review of Finance*, 2012, 16(1): 1 - 29.
- [40] 韩乾, 洪永森. 国家产业政策, 资产价格与投资者行为[J]. *经济研究*, 2014(12): 143 - 158.
- [41] 李平, 付一夫, 张艳芳. 生产性服务业能成为中国经济高质量增长新动能吗[J]. *中国工业经济*, 2017(12): 5 - 21.
- [42] 肖奇, 屈文洲. 投资者关注、资产定价与股价同步性研究综述[J]. *外国经济与管理*, 2017(11): 120 - 137.
- [43] Choi H M, Gupta-Mukherjee S. Analysts' use of industry -level and firm-specific information: Implications for information production[R]. Loyola University Chicago, 2017.
- [44] 曹新伟, 洪剑峭, 贾琬娇. 分析师实地调研与资本市场信息效率——基于股价同步性的研究[J]. *经济管理*, 2015(8): 141 - 150.
- [45] 潘越, 戴亦一, 林超群. 信息不透明、分析师关注与个股暴跌风险[J]. *金融研究*, 2011(9): 138 - 151.
- [46] 杜兴强, 谭雪. 国际化董事会、分析师关注与现金股利分配[J]. *金融研究*, 2017(8): 192 - 206.
- [47] 杜亚飞, 杨广青, 汪泽镭. 管理层股权激励、机构投资者持股与经营分部盈余质量[J]. *现代财经*, 2020(12): 33 - 49.
- [48] 黄静如, 刘永模. 媒体关注对企业债务融资成本的影响研究——基于会计稳健性的中介效应检验[J]. *投资研究*, 2020(2): 113 - 133.
- [49] Kravet T, Muslu V. Textual risk disclosures and investors risk perceptions[J]. *Review of Accounting Studies*, 2013, 18(4): 1088 - 1122.
- [50] 谢宇. 回归分析[M]. 第2版. 北京: 社会科学文献出版社, 2013.
- [51] Botosan C A, Stanford M. Managers' motives to withhold segment disclosures and the effect of SFAS No. 131 on analysts' information environment[J]. *Accounting Review*, 2005, 80(3): 751 - 772.
- [52] Gasper J M, Massa M. Idiosyncratic volatility and product market competition[J]. *The Journal of Business*, 2006, 79(6): 3125 - 3152.
- [53] 李世辉, 刘一洁, 雷新途. “水十条”与企业水信息披露水平——基于高水敏感性行业的准自然实验[J]. *中南大学学报: 社会科学版*, 2021(3): 88 - 99.
- [54] 张宗新, 杨万成. 声誉模式抑或信息模式: 中国证券分析师如何影响市场? [J]. *经济研究*, 2016(9): 104 - 117.
- [55] 杨兴全, 尹兴强, 孟庆玺. 谁更趋多元化经营: 产业政策扶持企业抑或非扶持企业? [J]. *经济研究*, 2018(9): 133 - 150.
- [56] 韩国高, 高铁梅, 王立国, 等. 中国制造业产能过剩的测度、波动及成因研究[J]. *经济研究*, 2011(12): 18 - 31.

[责任编辑: 王丽爱]

The Impact of Information Disclosure of Operating Segments on the Cost of Equity Capital: From the Perspective of Analysts Attention

DU Yafei¹, YANG Guangqing^{2,3}, CHEN Shuhan³

(1. School of Accounting, Fujian Jiangxia University, 2. School of Economics and Management, Minjiang University, 3. School of Economics and Management, Fuzhou University, Fuzhou 350108, China)

Abstract: This article uses the data of listed manufacturing companies in 2014-2019 as a sample. First, it will go deeper from the three dimensions of segment division certainty, accounting information integrity and economic feature differences to examine the impact of operating segment information disclosure on the cost of corporate equity capital. Then explore the moderating role that analysts are concerned about, and finally test heterogeneity based on whether the overcapacity is the standard group. The study found that: (1) The three dimensions of operating segment information disclosure can not only directly affect the cost of equity capital; but also under the concern of analysts, the certainty of segment division and the integrity of accounting information can reduce the cost of equity capital, while the difference of economic characteristics can increase the cost of equity capital. (2) Heterogeneity test shows that enterprises with overcapacity can improve the certainty of division and the integrity of accounting information can effectively reduce the cost of equity capital. Non-overcapacity companies will take the opposite effect if they take this action. Analysts can suppress the positive impact of non-overcapacity companies on improving the divisional certainty and the integrity of accounting information on the cost of equity capital, while also exacerbating the exclusive costs of overcapacity companies.

Key Words: operating segment information; analyst attention; cost of equity capital; segment division certainty; integrity of accounting information; difference of economic characteristics; overcapacity